

# Factsheet US-Staatsschulden

**Seit drei Jahren ist die US-Wirtschaft nahezu vollbeschäftigt. Trotzdem weist der amerikanische Bundeshaushalt unverändert hohe Defizite aus; eine Besserung ist hier nicht in Sicht. Was bedeutet das für die Staatsverschuldung? Wir geben einen Überblick.**

## Staatsschulden: 42 Billionen Dollar – oder "nur" 28 Billionen?

Die Frage nach der Höhe der US-Staatsverschuldung ist nicht ganz einfach zu beantworten. Genauer gesagt gibt es darauf verschiedene Antworten:

- Die Finanzrechnung (Financial Accounts) der Fed zeigt Ende 2024 für den Gesamtstaat eine Verschuldung von 41,6 Billionen Dollar an (140% des BIP). Davon entfällt mit 33,9 Billionen Dollar der Löwenanteil auf die US-Bundesregierung, während die Bundesstaaten und Kommunen mit 7,7 Billionen Dollar in der Kreide stehen. Bei einer Konsolidierung der Staatsschulden fallen die Verbindlichkeiten einer staatlichen Ebene gegenüber der anderen weg, es bleiben dann 39,8 Billionen Dollar übrig (Chart 1).
- Die Aufmerksamkeit der Finanzmärkte konzentriert sich auf die Schulden der US-Bundesregierung, und hier stehen die in der Öffentlichkeit ausstehenden Staatsanleihen und Geldmarktpapiere – Treasuries und T-Bills (im Folgenden fassen wir beides unter "Treasuries" zusammen) – im Mittelpunkt. Dies waren Ende 2024 rund 28 Billionen Dollar (94,7% des BIP). Die amerikanische Notenbank zählt dabei als Teil der Öffentlichkeit, obwohl sie eine staatliche Einrichtung ist. Die Fed hatte Ende 2024 noch Treasuries im Volumen von 4,3 Billionen Dollar im Portfolio.
- Das US-Finanzministerium erfasst im monatlichen Schuldenbericht (Monthly Statement of the Public Debt, MSPD) neben den Treasuries auch die "intrastaatliche" Verschuldung, im Wesentlichen die Schulden, die die US-Regierung bei der bundesstaatlichen Rentenkasse hat. Diese erwirtschaftete lange Jahre Überschüsse, die sie dem Finanzminister zur Verfügung stellte und dafür nicht-marktfähige Staatsanleihen gutgeschrieben bekam. Sollte die Einnahmen der Rentenkasse nicht mehr ausreichen, die Renten zu bezahlen, werden diese Anleihen zurückgegeben und die Rentenversicherung bekommt dafür wieder Geld (das sich der Finanzminister dann am Finanzmarkt über die Emission von Treasuries leihen muss). Diese intrastaatlichen

02. April 2025

Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Dr. Christoph Balz<sup>AC</sup>

### Inhalt

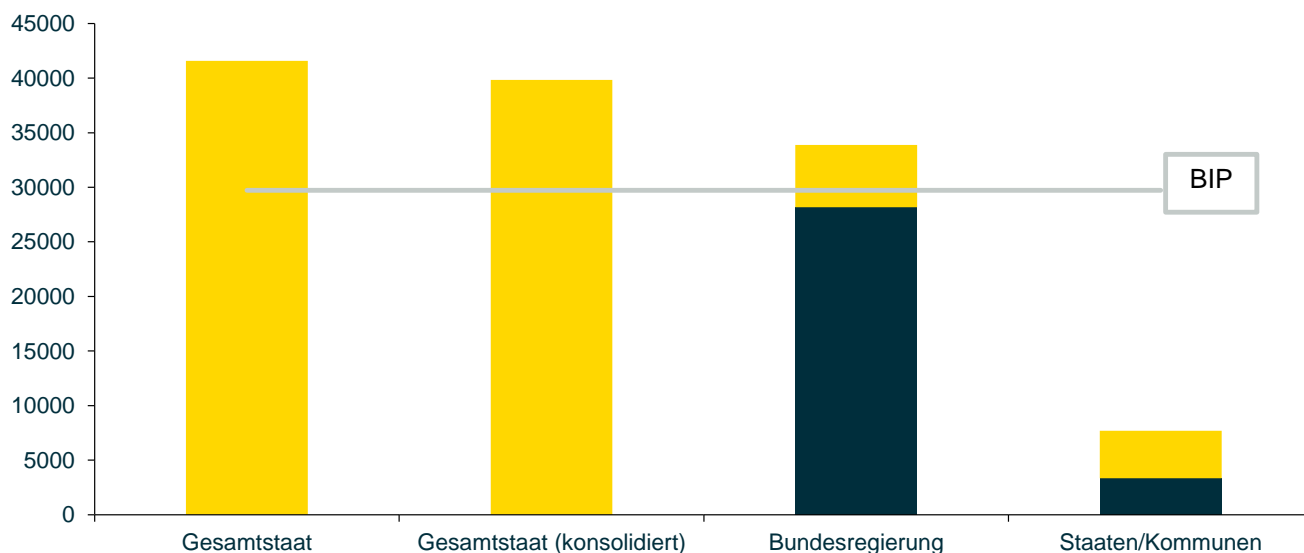
Staatsschulden: 42 Billionen Dollar – oder "nur" 28 Billionen?	1
Die US-Bundesregierung macht permanent hohe Defizite...	2
... auch, weil sie ein Ansteigen der Steuerlast verhindert	3
Schuldenquote auf dem Weg zu neuen Höhen...	4
... und die Zinslast steigt steil an	5
Wie wichtig sind ausländische Käufer von Treasuries?	6
Fazit: Staatsschuldentrend nicht nachhaltig, ...	7
... aber noch fehlt die politische Konsequenz	7



Schulden belaufen sich auf über 7 Billionen Dollar und werden bei der Finanzrechnung der Fed nur teilweise erfasst.

### Chart 1 - Staatsschulden der USA: Die Bundesregierung dominiert

Staatsschulden Ende 2024 in Mrd. Dollar. Konsolidierte Schuld schließt wechselseitige Verschuldung der staatlichen Ebene aus. Graue Linie: nominales BIP. Schwarz: Anteil von Anleihen.



Quelle: BEA, Fed, Commerzbank Research

## Die US-Bundesregierung macht permanent hohe Defizite...

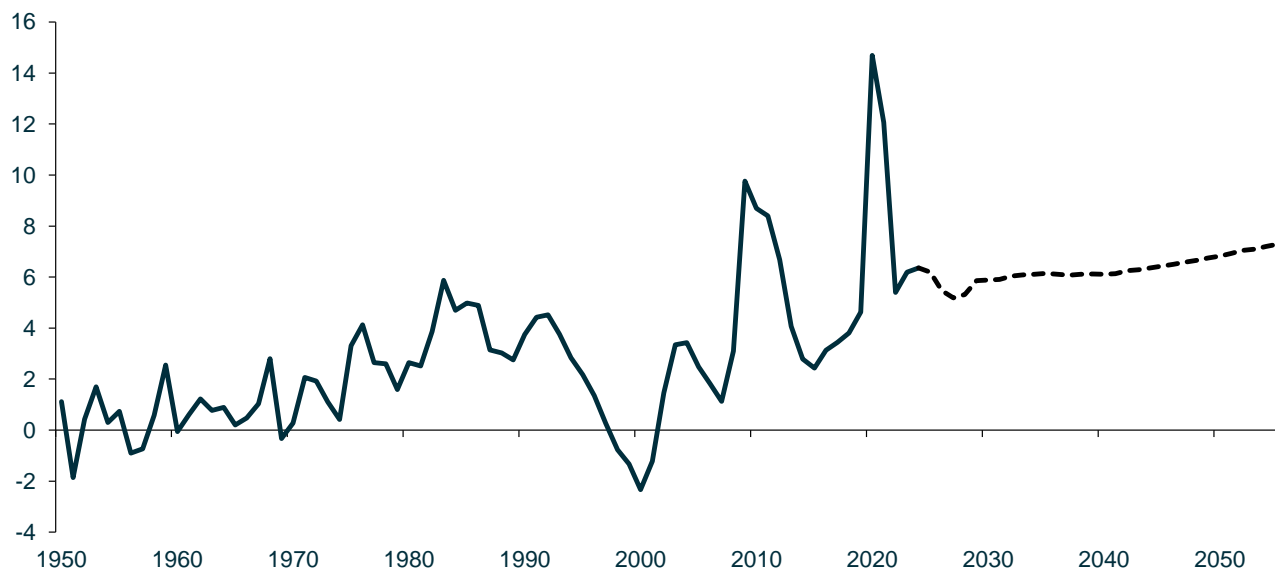
In den ersten Jahrzehnten nach dem 2. Weltkrieg war der US-Staatshaushalt nahezu ausgeglichen, ab Anfang der 1970er Jahre laufen hohe und im Trend steigende Defizite auf. Nur einmal, Ende der 1990er Jahre, wurden in der Folge des New-Economy-Booms noch einmal Überschüsse erzielt.

Im letzten Haushaltsjahr [1] belief sich das Defizit der US-Bundesregierung auf 1832 Mrd. Dollar (6,4% des BIP). Der Rechnungshof des Kongresses (Congressional Budget Office, CBO) geht davon aus, dass es in den kommenden zehn Jahren bei durchschnittlich 5,8% des BIP liegt und langfristig weiter ansteigt (Chart 2). Dies sind noch eher günstige Projektionen, da der CBO immer von der aktuellen Gesetzelage ausgeht – und diese sieht vor, dass die in Trumps erster Amtszeit umgesetzten Senkungen der Einkommensteuer planmäßig zum Jahresende auslaufen. Eine Verlängerung der Steuersenkungen oder ein Abschwung der Wirtschaft würden die Defizite nach oben treiben.



### Chart 2 - US-Bundesregierung: "Deficits don't matter"

Defizit (+) oder Überschuss (-) der US-Bundesregierung in % des BIP, Haushaltsjahre. Ab 2025: Projektion des CBO



Quelle: CBO, Commerzbank Research

### ... auch, weil sie ein Ansteigen der Steuerlast verhindert

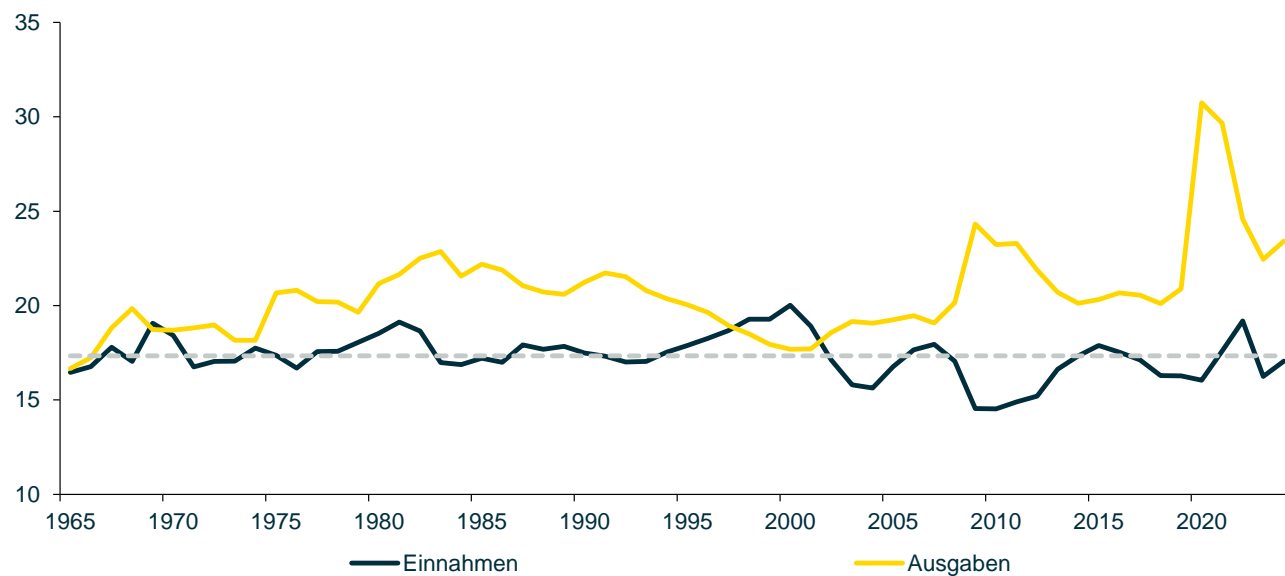
Die Staatsausgaben befinden sich seit Anfang des 21. Jahrhunderts in einem ansteigenden Trend, selbst wenn man die krisenbedingten Ausgaben 2008/09 und 2020/21 herausrechnet. Dagegen lag die Einnahmequote der US-Bundesregierung 2024 bei 17,1%, was fast genau dem Durchschnitt der letzten Jahrzehnte entspricht (Chart 3). Die Politik hat seit 2000 immer dann, wenn eine längere wirtschaftliche Aufschwungphase die Steuereinnahmen erhöhte, umfangreiche Steuersenkungen durchgeführt (so geschehen 2001 oder 2016). Bei den Ausgaben wurde dagegen nicht gespart.



### Chart 3 - Anstieg der Einnahmen wird verhindert

Einnahmen und Ausgaben der US-Bundesregierung in % des BIP, Haushaltsjahre.

Gestrichelte Linie: Durchschnitt der Einnahmequote 1965-2024



Quelle: CBO, Commerzbank Research

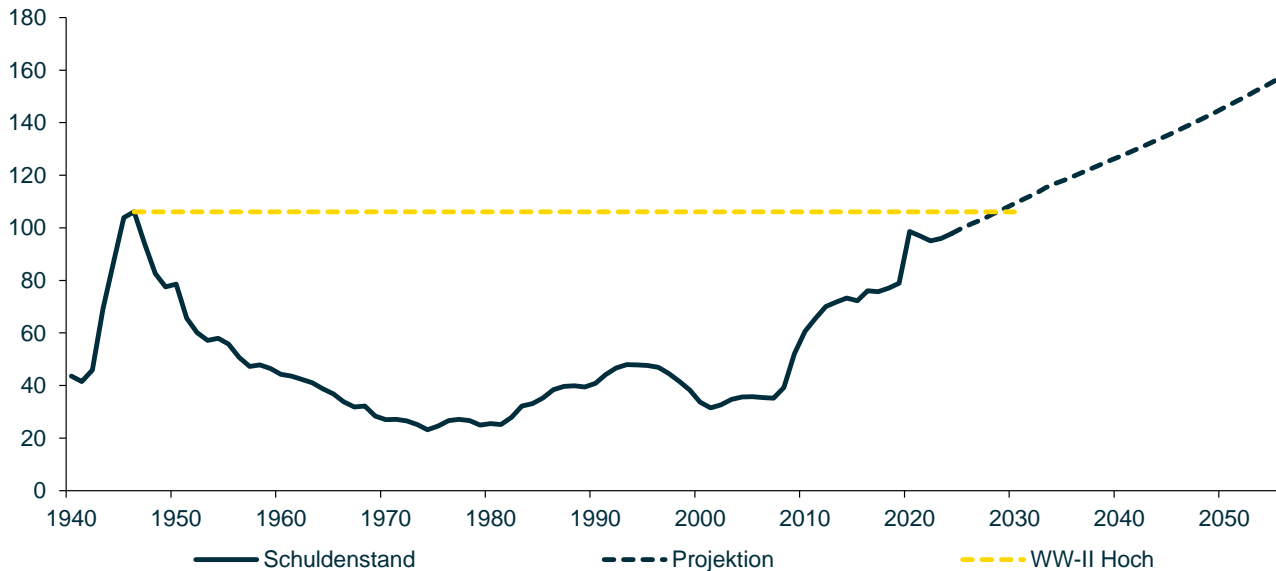
### Schuldenquote auf dem Weg zu neuen Höhen...

Seit 2001, als die Staatsschuldenquote – das Verhältnis der in der Öffentlichkeit ausstehenden Schulden der US-Bundesregierung zum BIP – bei 31,5% lag, befindet sich die Schuldenquote im Höhenflug. 2024 wurde ein Wert von knapp 98% des BIP erreicht. Die Schuldenquote befindet sich dadurch nur noch wenig unter dem Hoch, das unmittelbar nach dem 2. Weltkrieg erreicht wurde (106%). In den nächsten Jahren dürfte diese Marke überschritten werden (Chart 4).



#### Chart 4 - Schuldenstand: Up, up and away

Von der Öffentlichkeit gehaltene Schulden der US-Bundesregierung in % des BIP, Haushaltsjahre. Ab 2025 Projektion des CBO. Gestrichelte Linie: Hoch von 1946



Quelle: CBO, Commerzbank Research

#### ... und die Zinslast steigt steil an

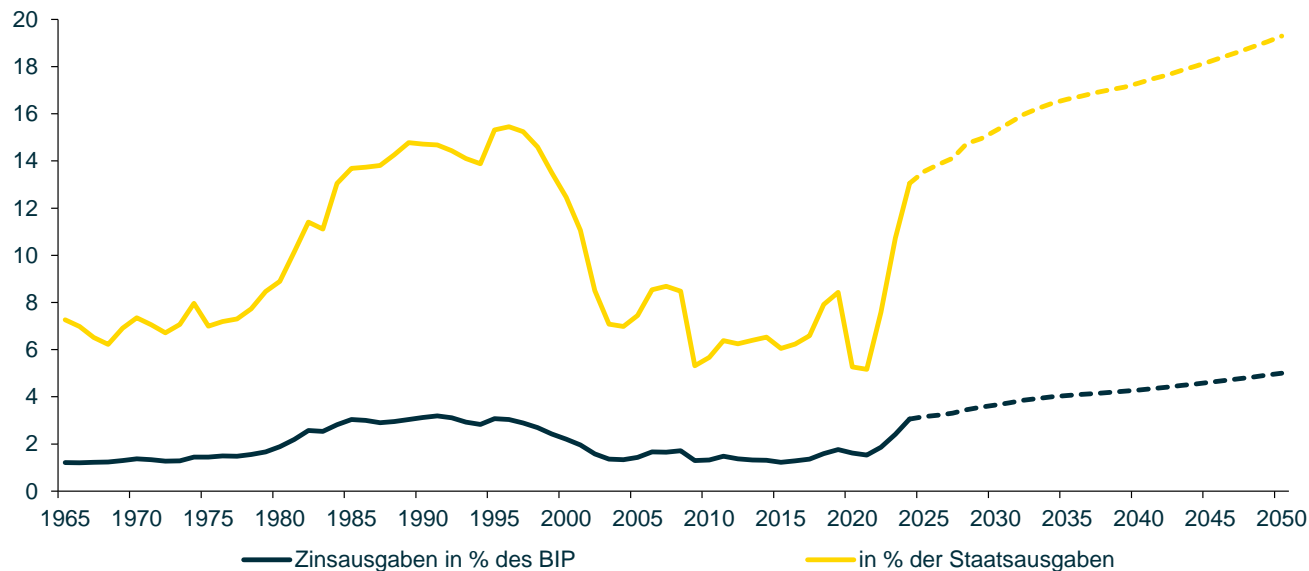
Die Zinsen auf die US-Staatsschulden erforderten 2024 rund 13% aller Haushaltsausgaben (3,1% des BIP). Nur in den späten 1980er und in den 1990er Jahren lag diese Belastung höher (Chart 5). Die sehr hohen Zinsausgaben damals waren die Folge der in den 1970er und 1980er Jahren sehr hohen Zinsen; die Rendite zehnjähriger Treasuries lag im Durchschnitt dieser 20 Jahre bei 9%. Zum Vergleich: 2024 rentierten diese Papiere mit 4,25%.

Die Zinslast wird in den nächsten Jahren weiter ansteigen. Dabei nimmt das CBO an, dass die Zehnjahresrendite bei  $3\frac{3}{4}\%$  liegt (diese Schätzung basiert auf Annahmen zum langfristigen Wachstum und – vor allem – darauf, dass die Fed ihre 2%-Inflationsziel dauerhaft erreicht). Deutlich höhere Renditen würden die Zinslast naturgemäß deutlich rascher steigen lassen. Anfang der 1990er Jahre war der Druck zur Haushaltskonsolidierung bei Zinslastquoten, die grob mit den aktuellen vergleichbar sind, groß genug, um eine Kurswende zu erzwingen.



### Chart 5 - Zinslasten werden immer schwerer

Netto-Zinsausgaben der US-Bundesregierung in % des BIP und in % der Ausgaben, Haushaltsjahre. Ab 2025: Projektionen des CBO



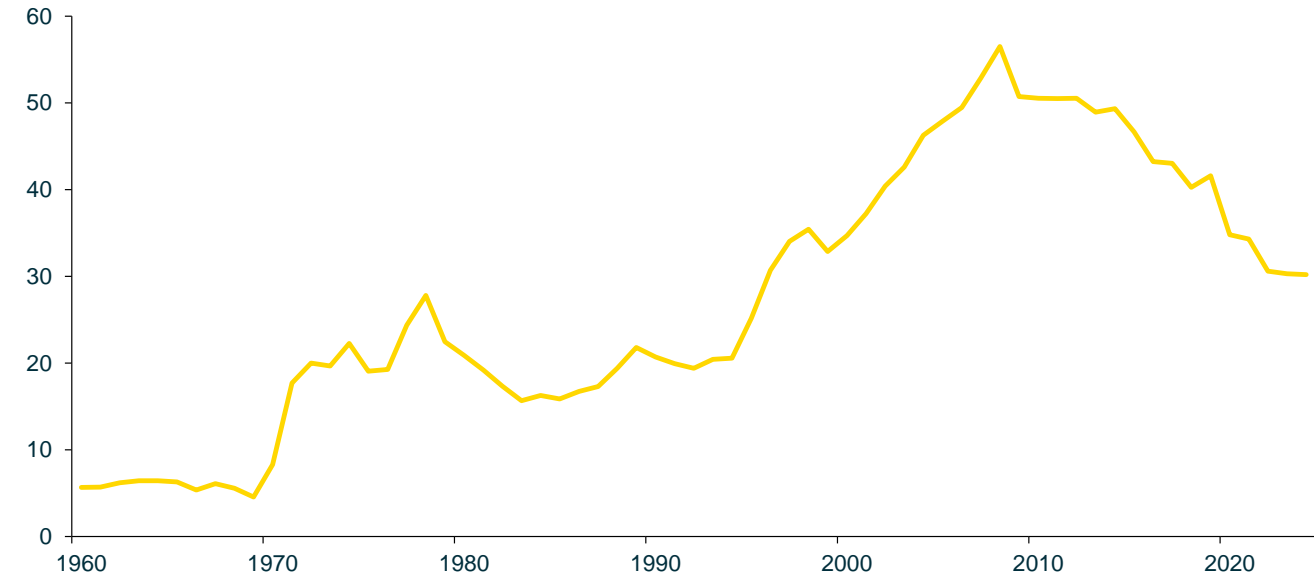
Quelle: CBO, Commerzbank Research

### Wie wichtig sind ausländische Käufer von Treasuries?

Immer wieder kommt die Frage auf, ob die Amerikaner genügend Käufer für ihre Treasuries finden (vgl. dazu auch unser Economic Insight **"Fed und Treasuries: Dann kauft sie halt ein anderer"**, März 2024). Dabei stehen oft die ausländischen Käufer im Mittelpunkt. Ab der zweiten Hälfte der 1990er Jahre bis zur Weltfinanzkrise 2007/09 wurden ausländische Käufer immer wichtiger. Deren Anteil an den ausstehenden US-Staatspapieren stieg von 20,6% (1994) bis auf 56,5% (2008). Hier spielten ausländische Notenbanken, die ihre Währungsreserven massiv aufstockten, eine entscheidende Rolle. Seit 2008 fällt der Auslandsanteil aber wieder (Chart 6). Zuletzt befanden sich noch etwa 30% der Treasuries im Besitz ausländischer Adressen.

**Chart 6 - US-Staatsanleihen: Ausländische Käufer verlieren an Bedeutung**

Anteil der ausstehenden US-Treasuries im Auslandsbesitz in %, Jahresdaten



Quelle: Fed, S&P Global, Commerzbank Research

**Fazit: Staatsschuldentrend nicht nachhaltig, ...**

Der Trend zu im Vergleich zur Wirtschaftsleistung immer höheren Staatsdefiziten und -schulden ist nicht nachhaltig. Dies gilt nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass sich zwei Faktoren ändern, die lange Zeit die Belastung für die öffentlichen Haushalte gedämpft haben. Erstens dürfte die Niedrigzinsphase vorbei sein und zweitens lässt die ungünstigere Demografie höhere Sozialausgaben bei geringerem Wirtschaftswachstum erwarten. Gleichzeitig sind Erwartungen eines durch technologische Innovationen wie KI gesteigerten Wachstums bisher eher Hoffnungswerte.

**... aber noch fehlt die politische Konsequenz**

Letztendlich wird eine Schuldenkrise nur zu verhindern sein, wenn es den politischen Willen zu schmerzhaften Kurskorrekturen gibt. Dieser ist bisher nicht vorhanden. Womöglich muss sich die Lage erst weiter zuspitzen, bis der notwendige Druck entsteht.

[1] Das US-Haushaltsjahr beginnt am 1. Oktober und endet am 30. September des Folgejahres. Das Haushaltsjahr 2025 dauert damit vom 1. Oktober 2024 bis zum 30. September 2025. Vor 1974 begann das Haushaltsjahr am 1. Juli und endete am 30. Juni des folgenden Jahres. ([zurück zum Text](#))



## Analysts

### Bernd Weidensteiner <sup>AC</sup>

Senior Economist  
+49 69 9353 45625  
bernd.weidensteiner@commerzbank.com

### Dr. Christoph Balz <sup>AC</sup>

Senior Economist  
+49 69 9353 45592  
christoph.balz@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 2/4/2025 10:33 CEST fertiggestellt und am 2/4/2025 10:33 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

**Analyst Certification (AC):** Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

#### Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats\*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>\*

\*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/





oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

**USA:** Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swap-Händler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuauflage für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



**Schweiz:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG..

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.01

#### Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000